

Status for konjunkturudsigterne og de offentlige finanser

Økonomi- og Indenrigsministeriet
Finansministeriet

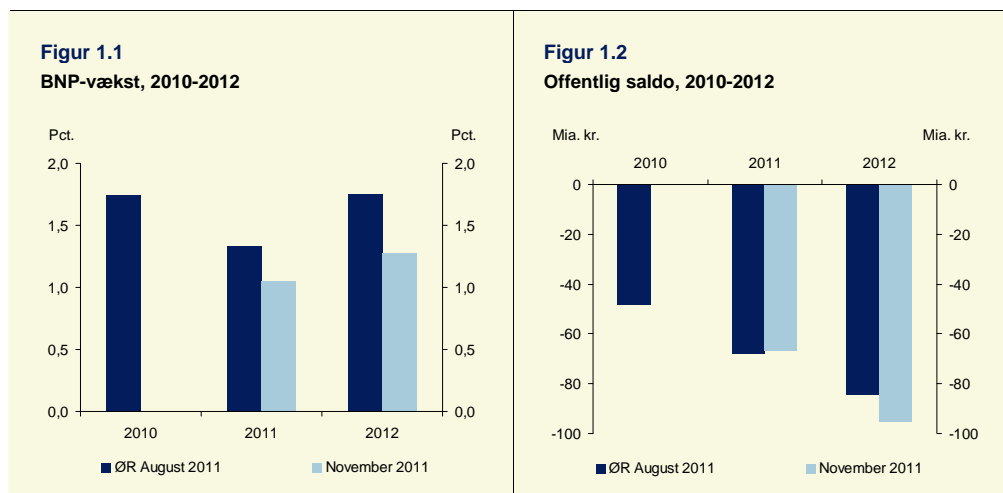
November 2011

1. Sammenfatning

Den finansielle uro forbundet med den internationale gældskrise er fortsat de seneste måneder. Aktiekurserne er faldet, navnlig for bankaktier, og risikopræmierne på de finansielle markeder er generelt steget. Nøgletallene for den internationale økonomi har været svage, og IMF, OECD og EU har nedjusteret eller varslet nedjusteringer af deres vækstprognoser.

Den internationale usikkerhed er også slået igennem i faldende tillid blandt danske virksomheder og husholdninger. Samtidig har især udviklingen i det private forbrug i første del af 2011 været skuffende. På den baggrund ventes en lidt svagere udvikling i dansk økonomi både i år og næste år sammenlignet med augustvurderingen, jf. *Økonomisk Redegørelse*, august 2011.

Sidst i oktober indgik EU-landene en række aftaler, der sigter på at tage hånd om gældskrisen i visse eurolande og sikre finansiell stabilitet. En række af de konkrete tiltag skal udmøntes over de kommende måneder, og det er endnu usikkert, hvordan de finansielle markeder samlet set tager imod redningsplanerne. Det er vigtigt, at redningsplanerne gennemføres som planlagt.



Kilde: *Økonomisk Redegørelse*, august 2011 og egne beregninger.

Denne status for konjunktursigterne og de offentlige finanser indeholder en opdateret vurdering af udviklingen i de overordnede størrelser for efterspørgsel og produktion samt beskæftigelse og ledighed, men ikke en samlet ny prognose. Opdateringen tager udgangspunkt i det genfremsatte finanslovsforslag for 2012 af 12. oktober 2011. Regeringens oplæg og prioriteringer i forbindelse med finansloven for 2012, herunder kickstarten af dansk økonomi, er således ikke indregnet i denne status. Der ventes offentliggjort en egentlig konjunkturvurdering i december.

Med afsæt i de nye oplysninger om dansk og international økonomi skønnes p.t. en vækst i BNP på 1,1 pct. i 2011 og 1,3 pct. i 2012.¹ I forhold til augustprognosen er der tale om en nedjustering af væksten på omkring ¼ pct.-point i 2011 og ½ pct.-point i 2012, *jf. figur 1.1*. Lavere eksportvækst og tilbageholdenhed i det private forbrug er blandt de væsentligste årsager til de mere afdæmpede konjunkturudsigter, *jf. afsnit 2*.

Vækstskønnet for 2011 forudsætter omtrent uændret BNP-niveau i andet halvår 2011, mens vækstskønnet for 2012 indebærer en fornyet, gradvis fremgang i den økonomiske aktivitet. Det er lagt til grund, at der vil ske en gradvis reduktion af den usikkerhed, som har tynget de finansielle markeder de senere måneder, og som formentlig bidrager til, at husholdninger og virksomheder i øjeblikket udskyder større forbrugs- og investeringsbeslutninger.

Den redningspakke, EU-landene har indgået sidst i oktober, er et skridt i den rigtige retning – men der er fortsat usikkerhed, og det kan tage noget tid, før de negative effekter af uroen overvindes i forhold til den finansielle sektors kreditgivning, tilliden til bankerne og den økonomiske aktivitet.

Udsigten til gradvis fremgang i 2012 understøttes af den meget lempelige pengepolitik og det aktuelt store opsparingsoverskud i den private sektor, som indebærer et betydeligt potentiale for efterspørgselsfremgang. Opsparingsoverskuddet, som udgjorde ca. 8 pct. af BNP i 2010, afspejler husholdningernes og virksomhedernes konsolidering siden starten på krisen. Samtidig holder de samlede finansielle lempelser, der er gennemført siden 2008, hånden under dansk økonomi i disse år. Dertil kommer, at renteforventningerne er nedjusteret i forhold til august, og de ekstraordinært lave renter understøtter den ventede, fornyede fremgang i efterspørgsel og produktion i løbet af 2012.

Væksten kan blive både større og mindre end i det forløb, der her er skitseret. Der er især risiko for en større afmatning på kort sigt, hvis den finansielle usikkerhed igen blusser op eller fører til mere markant tilbageholdenhed i forbrug, investeringer og kreditgivning. Omvendt er der også potentiale for en større fremgang i løbet af 2012, hvis tilliden til det finansielle system vender hurtigt tilbage, og landene sikrer en ansvarlig økonomisk politik, der bl.a. via reformer styrker vækstgrundlaget og de offentlige finanser, og hvis husholdninger og virksomheder på den baggrund genvinder større tillid og øger deres forbrug og investeringer.

De mere moderate vækstudsigter bidrager isoleret set til større offentlige underskud end i augustprognosen. I 2011 trækker det dog i modsat retning, at der skønnes større indtægter fra pensionsafkastskatten, navnlig som følge af stigende obligationskurser. Der skønnes nu et offentligt underskud på 67 mia. kr. i 2011 (3,8 pct. af BNP) og 95 mia. kr. i 2012 (5,1 pct. af BNP) inkl. tilbagebetalingen af

¹ Denne overordnede status for konjunkturudsigterne og de offentlige finanser tager afsæt i augustprognosen og de væsentligste nye informationer, som er kommet til siden, herunder nationalregnskabstal til og med 2. kvartal 2011, indikatorer for 3. kvartal og den internationale prognose, som IMF har offentliggjort i september.

efterlønsbidrag. Den offentlige saldo er dermed forbedret en anelse i 2011 og forværret med godt 10 mia. kr. i 2012 sammenlignet med augustvurderingen, *jf. figur 1.2.*

De offentlige finanser i Danmark er meget følsomme over for ændringer i konjunkturerne og udviklingen på de finansielle markeder, og der er dermed stor usikkerhed om den faktiske saldo. Som tommelfingerregel gælder, at hvis BNP-væksten fx bliver 1 pct.-point mindre end forudsat, så vurderes den (faktiske) offentlige saldo i gennemsnit at blive forværret med $\frac{3}{4}$ pct. af BNP eller i størrelsesordenen 15 mia. kr. Virkningen kan blive mærkbart større, hvis udviklingen på de finansielle markeder medfører lavere provenu fra pensionsafkastskatten, og udviklingen i oliepriserne indebærer lavere indtægter af olie- og gasindvindingen i Nordsøen.

De *strukturelle* underskud i 2011 og 2012 – dvs. de offentlige underskud rensset for konjunkturpåvirkninger og andre midlertidige forhold – vurderes at være stort set upåvirkede af opdateringen af konjunkturudsigterne og den (faktiske) offentlige saldo.

De mere afdæmpede vækstudsigter indebærer også en lavere beskæftigelse og højere ledighed i 2012 end vurderet i august. Bruttoledigheden ventes nu at toppe omkring sommeren 2012 – og på et niveau på linje med toppunktet i sommeren 2010. Dermed skønnes en gennemsnitlig bruttoledighed på 167.000 personer i 2012, hvilket er en opjustering på 6.000 personer i forhold til augustvurderingen. Ledigheden er højere end det anslåede strukturelle niveau – men forholdsvis lav i et langsigtet historisk perspektiv.

Selv om de aktuelle underskud er store, og den finansielle sektor er under fornyet pres, er dansk økonomi rustet til at håndtere de udfordringer, der tegner sig for den nærmeste tid. Statsrentespændet til Tyskland er fortsat lavt, den offentlige nettogæld er tæt på nul, og ØMU-gælden på ca. 45 pct. af BNP er et pænt stykke under Stabilitets- og Vækstpagtens grænse på 60 pct. af BNP. Der er tillige overskud på betalingsbalancen og nettofordringer over for udlandet, og valutareserven er steget til over 25 pct. af BNP. Ratingbureauerne har aktuelt stabile forventninger til Danmarks kreditværdighed, som er på det højeste (AAA) niveau.

Samtidig har staten optaget obligationslån, der blandt andet medfinansierer et aktuelt indestående i Nationalbanken på ca. 240 mia. kr. (knap 14 pct. af BNP). Til sammenligning havde staten et indestående på omkring 65 mia. kr. ($4\frac{1}{2}$ pct. af BNP) i gennemsnit over perioden 2000-2007. En del af det ekstra indestående kan bidrage til at finansiere de offentlige underskud i perioder med ustabile finansmarkeder og giver samtidig visse muligheder for sikring af den finansielle sektor, uden at det på kort sigt er nødvendigt at optage statslige lån. En troværdig genopretning af de offentlige finanser frem mod 2020 i overensstemmelse med regeringsgrundlaget styrker samtidig handlemulighederne i den økonomiske politik på kort sigt, idet der derigennem sikres fortsat tillid til finanspolitikken.

2. Konjunktursituationen

Siden vurderingen af konjunkturudsigterne i *Økonomisk Redegørelse*, august 2011, er der kommet en række nye oplysninger om udviklingen i dansk og international økonomi. Baggrunden for nedjusteringen af vækstskønnene for 2011 og 2012 er blandt andet følgende forhold:

- Betydelige nedjusteringer af prognoser for den internationale vækst – særligt for 2012 – påvirker udsigterne for dansk eksport.
- Forværring af situationen på de finansielle markeder frem til oktober har medført større risikopræmier og strammere kreditgivning.
- Detailomsætningen, bilkøbet, industriens produktion, eksporten og tillidsindikatorer peger på fortsat afdæmpet efterspørgsel og produktion i andet halvår af 2011.

Der er tale om igangværende tendenser, som er blevet skærpet henover sommeren og ind i efteråret.²

Efter to svage kvartaler viste nationalregnskabstallene for 2. kvartal 2011 en relativt pæn BNP-vækst på 1 pct. i forhold til foregående kvartal og stigende beskæftigelse. Væksten i 2. kvartal var imidlertid især holdt oppe af udviklingen i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer samt eksporten, mens der var et lille fald i det private forbrug. Dermed fortsatte den nedgang i privatforbruget, som satte ind ved årsskiftet 2010/11, jf. figur 2.1. Den private beskæftigelse har vist tegn på en vis stabilisering i de seneste kvartaler. I 2. kvartal 2011 steg den private beskæftigelse med 3.000 personer.

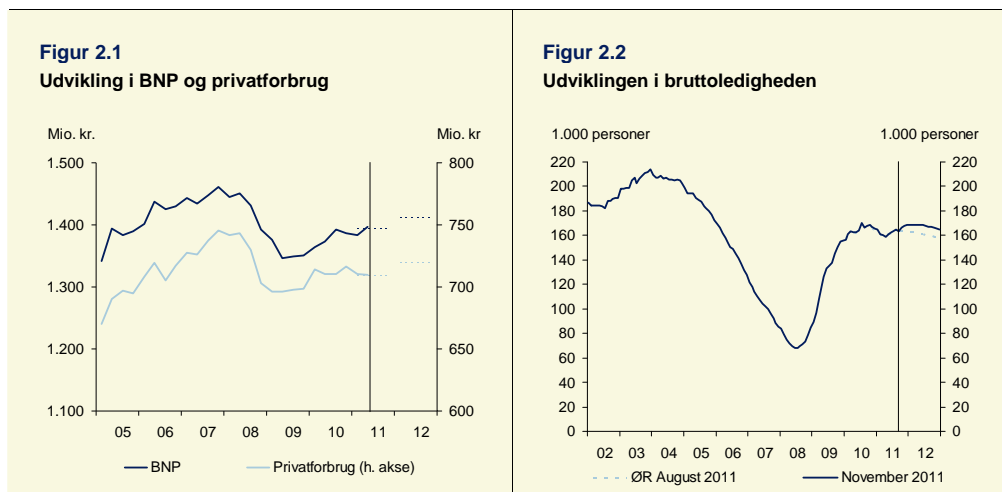
De oplysninger, der indtil videre er kommet om den økonomiske udvikling i 3. kvartal 2011, tyder på en ret svag udvikling i efterspørgsel og produktion. Detailomsætningen og bilkøbet peger begge i retning af et fortsat vigende privatforbrug, mens eksporten er faldet i forhold til det relativt høje niveau frem til og med maj. Industriens produktion er i bedste fald stagnerende, og firmaernes samlede indenlandske salg har ligeledes været næsten uændret i de senere måneder.

De mere ”bløde” forventningsindikatorer peger også på en afmatning. Forbrugertilliden er faldet i de seneste måneder. Det samme gælder konjunkturbarometrens indikator for forventningerne i serviceerhvervene (ikke mindst den finansielle sektor) og industrien. For byggeriet ligger konjunkturindikatoren på et ret lavt niveau, som dog har været omtrent stabilt i det sidste halve års tid efter en stigning i perioden forud.

Ledigheden har overordnet været svagt stigende siden april. Siden augustvurderingen er der kommet oplysninger om ledigheden fra juli til september. I disse måne-

² Der er foretaget en opdatering af udviklingen i de overordnede størrelser for efterspørgsel og produktion samt af beskæftigelse og ledighed. Opdateringen er baseret på nationalregnskabstal frem til og med 2. kvartal 2011, tal for ledigheden frem til og med september og en række andre nye informationer om udviklingen i dansk og international økonomi, herunder den seneste internationale prognose fra IMF fra september. De finanspolitiske forudsætninger tager udgangspunkt i finanslovsforslaget for 2012.

der er bruttoledigheden (ledige og aktiverede dagpenge- og arbejdsmarkedsparate kontanthjælpsmodtagere) samlet steget med 1.500 personer til 163.000 personer – inkl. et mindre fald i september. Det var ventet, at ledigheden ville stige hen imod efteråret, hvorfor udviklingen kun ligger en smule over det forudsatte i augustvurderingen, *jf. figur 2.2*.



Anm.: De vandrette linjer i figur 2.1 angiver de skønnede årsniveauer for 2011 og 2012 ifølge novemberopdateringen.

Kilde: Danmarks Statistik, *Økonomisk Redegørelse*, august 2011 og egne beregninger.

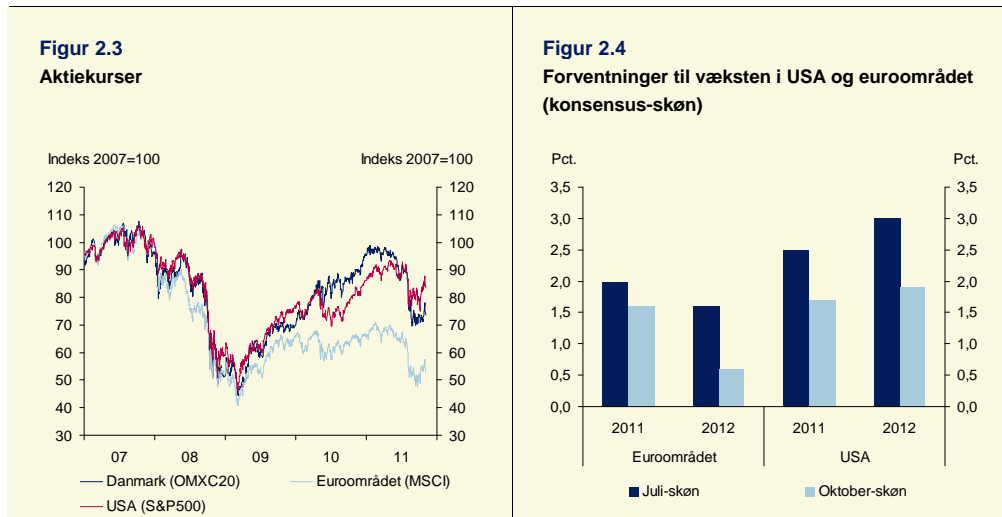
Inflationen er aftaget de seneste måneder, men er fortsat på et relativt højt niveau, hvilket især afspejler prisudviklingen på energi. Lønstigningerne har været lavere end inflationen i den første halvdel af 2011, men inflationen ventes at falde fremadrettet, efterhånden som effekten fra energiprisstigningerne aftager. Ejerboligpriserne har været vigende det sidste års tid, og antallet af handler er lavt. Det svage boligmarked er sammen med udsigterne til lav reallønsfremgang og stigende beskatning en medvirkende årsag til den svage forbrugsudvikling.³

Internationalt er den finansielle uro skærpet siden sommeren 2011. Øget usikkerhed om Grækenlands og andre sydeuropæiske euro-landes evne til at tilbagebetale deres statsgæld var med til at udløse uroen. Svage nøgletal for blandt andet den amerikanske økonomi og den langvarige proces omkring det amerikanske gældsloft bidrog også til øget usikkerhed. Idet navnlig europæiske banker har betydelige beholdninger af statsobligationer fra de udsatte euro-lande, er der tillige opstået usikkerhed om visse europæiske bankers soliditet i forbindelse med en græsk gældsrestrukturering. Usikkerheden om soliditeten i det europæiske banksystem har bidraget yderligere til stigende risikopræmier.

Både de europæiske og amerikanske aktier er faldet mærkbart de seneste måneder, *jf. figur 2.3*. Udover en generelt øget risikoaversion afspejler kursfaldene formentlig også lavere forventninger til virksomhedernes indtjening i lyset af de svagere

³ Ved uændret politik, herunder det genfremsatte finanslovsforslag for 2012, stiger skatter og afgifter med ca. 11½ mia. kr. fra 2011 til 2013, navnlig som følge af finansieringselementerne i Forårspakke 2.0 fra marts 2009 og Aftalen om genopretning af dansk økonomi fra maj 2010. Heri indgår også indtægter fra CO2-kvotensalg i 2013.

vækstudsigter. Usikkerheden på aktiemarkederne i efteråret 2011 – i form af store kursudsving - har således været på det højeste niveau siden Lehmans Brothers' kollaps i 2008.



Kilde: Danmarks Nationalbank, EcoWin og Consensus Economic Forecasts, september 2011.

Det gælder generelt, at lande, som har store offentlige underskud eller stor gæld, eller hvis banker har betydelige fordringer i de gældsplagede stater, vil være særligt udsat for finansielt pres og problemer i den finansielle sektor. Sunde offentlige finanser er afgørende for Danmark, som er en lille åben økonomi med fastkurspolitik, og hvor efterspørgslen og boligmarkedet er meget rentefølsomme.

Forventningerne til væksten i den internationale økonomi i år og næste år er blevet nedjusteret betydeligt i de seneste måneder, *jf. figur 2.4*. OECD har i en foreløbig vurdering nedjusteret sit skøn for væksten i de syv største lande, hvor der overordnet set ventes stagnation i andet halvår af 2011. IMF offentliggjorde i september nye skøn, der indebærer en nedjustering af BNP-væksten på Danmarks eksportmarkeder med i størrelsesordenen 1/2 pct.-point i 2012. Efter både OECD's og IMF's vurdering er der betydelig risiko for et mere negativt forløb på kort sigt i lyset af den internationale gældskrise og de begrænsede handlemuligheder, de fleste lande har tilbage i finans- og pengepolitikken.

Udsigterne for dansk økonomi i 2011 og 2012

En overordnet opdatering af konjunktursigterne på baggrund af de seneste informationer peger på en BNP-vækst i Danmark på 1,1 pct. i 2011 og 1,3 pct. i 2012, *jf. tabel 2.1*. Det er en nedjustering af væksten på omkring 1/4 pct.-point i 2011 og 1/2 pct.-point i 2012 sammenlignet med augustprognosen. Vækstskønnet for 2011 forudsætter omtrent uændret BNP-niveau i andet halvår 2011, mens vækstskønnet for 2012 indebærer en fornyet, gradvis fremgang i den økonomiske aktivitet.

De forudsatte vækstrater er meget afdæmpede i forhold til tidligere opsving. Udover den aktuelle usikkerhed skal dette også mere grundlæggende ses i lyset af, at væksten i de underliggende produktionsmuligheder er lavere end i de foregående årtier, og at opsving erfaringsmæssigt er relativt langtrukne og ujævne, når det forudgående tilbageslag er forbundet med finansiell ustabilitet og gældsproblemer.

Den svagere BNP-vækst i 2011 og 2012 afspejler navnlig en nedjustering af væksten i det private forbrug og en ret kraftig opbremsning i eksporten efter det seneste års fremgang. De svagere udsigter for dansk eksport skal også ses i lyset af, at de danske lønstigninger i en årrække har oversteget udlandets. Fra år 2000 og frem til og med 2010 er lønkonkurrenceevnen⁴ således forringet med ca. 14 pct., hvilket kan dæmpe de danske eksportmuligheder i de kommende år.

Tabel 2.1
Udvalgte nøgletal for dansk økonomi

	2010	2011		2012	
		August	November	August	November
Realvækst, pct.					
Bruttonationalprodukt (BNP)	1,8	1,3	1,1	1,8	1,3
Privatforbrug	2,3	0,3	-0,6	2,4	1,5
Eksport	3,8	5,7	5,7	3,6	2,7
Niveau, 1.000 personer					
Bruttoledighed	164	162	164	161	167
Beskæftigelse	2.764	2.762	2.758	2.769	2.761
Niveau					
Offentlig saldo (mia. kr.)	-48	-68	-67	-85	-95
Offentlig saldo (pct. af BNP)	-2,8	-3,8	-3,8	-4,6	-5,1

Anm.: Danmarks Statistik offentliggjorde 1. november 2011 reviderede tal for de offentlige finanser, der indebar et offentligt underskud på godt 47 mia. kr. i 2010.

Kilde: Danmarks Statistik samt egne skøn og beregninger.

I lyset af gældsproblemerne i USA og flere eurolande og den medfølgende finansielle uro er vurderingen af konjunkturudsigterne og de offentlige finanser behæftet med større usikkerhed end normalt. Et forløb, hvor den internationale økonomi svækkes mere end ventet, og den øgede usikkerhed samtidig har afsmittende virkninger på den indenlandske efterspørgsel, kan give anledning til markant lavere vækst i Danmark og en yderligere svækkelse af de offentlige finanser, *jf. boks 2.1.*

⁴ Lønkonkurrenceevnen er her målt ved de relative enhedslønomkostninger i fremstillingsvirksomhed mellem Danmark og udlandet korrigeret for den effektive kronekurs.

Boks 2.1**Negativt scenarie med lavere udlandsvækst og en yderligere afdæmpning af den indenlandske efterspørgsel**

Hovedscenariet for vækstforløbet i denne status er baseret på stagnation i 2. halvår af 2011 og en gradvis normalisering af væksten i løbet af 2012. Der er risiko for et mere negativt vækstforløb end det forudsatte hovedscenarie, hvis afmatningen i sidste del af 2011 er mere markant, eller den svage vækst varer ved længere ind i 2012.

I *tabel a* er vist et regneeksempel, hvor BNP-væksten i udlandet bliver en ½ pct.-point lavere i 2011 og 1 pct.-point lavere i 2012 sammenlignet med hovedscenariet. Den lavere aktivitet antages at medføre en nedgang i olieprisen (med ca. 15 USD i 2011 og ca. 22 USD i 2012) samt lavere korte og lange renter (hhv. 0,1 og 0,3 pct.-point i 2011 og 2012 for 10-årige danske statsobligationer). Samtidig er det forudsat, at væksten i det private forbrug reduceres med 0,4 pct.-point i 2011 og 1 pct.-point i 2012. Desuden antages kapitalomkostningerne for virksomhederne at være ½ pct.-point højere i 2012 som følge af stigende risikopræmier. Endelig er det antaget, at boligpriserne falder med ca. 3 pct. både i 2011 og 2012.

I forhold til hovedscenariet vil et sådant mere negativt forløb svække de offentlige finanser med i størrelsesordenen 1¼ pct. af BNP i 2012 – forudsat at renteniveauet ikke øges som følge af finansiell uro. Stigende rente vil svække beskæftigelsen yderligere og forøge rentebetalingerne på den offentlige gæld. Svækkelsen af de offentlige finanser afspejler navnlig, at BNP-væksten i regneeksemplet reduceres til ca. 0,6 pct. i 2011 og 0,3 pct. næste år.

Et svagere konjunkturførløb vil endvidere medføre højere ledighed. Finanspolitiske lempelser kan i den situation i nogen grad understøtte beskæftigelsen på kortere sigt, men virkningernes størrelsesorden er usikker, hvis lempelserne tolkes som et udtryk for, at sunde offentlige finanser ikke har tilstrækkelig høj prioritet, og renten dermed kan stige. Da Danmark er en meget rentefølsom økonomi, er tillid til finanspolitikken således en grundlæggende betingelse for, at lempelser kan styrke beskæftigelsen – navnlig i den nuværende situation, hvor der er stor fokus på landenes evne og vilje til at håndtere de finanspolitiske udfordringer, selv i lande med høj kreditvurdering. Samtidig medfører lempelser af finanspolitikken, at strammingsbehovet øges de efterfølgende år. Handlemulighederne begrænses desuden af det finanspolitiske råderum, som er betinget af reformer og konkrete tiltag, der skal sikre strukturel balance på de offentlige finanser frem mod 2020.

Tabel a**Nøgletal for hovedscenarie og negativt scenarie**

	November 2011		Negativt scenarie	
	2011	2012	2011	2012
Vækst i realt BNP (pct.)	1,1	1,3	0,6	0,3
Bruttoledige (1.000 personer)	164	167	167	188
Offentlig saldo (pct. af BNP)	-3,8	-5,1	-4,1	-6,4
Offentlig saldo (mia. kr.)	-67	-95	-72	-117

Kilde: Egne beregninger.

3. Offentlige finanser

Med afsæt i den overordnede opdatering af konjunkturudsigterne mv. skønnes det, at underskuddet på de offentlige finanser bliver ca. 10 mia. kr. større i 2012 end ventet i august, mens underskuddet i 2011 bliver lidt mindre. Det større underskud i 2012 afspejler, at de offentlige indtægter skønnes at blive 8½ mia. kr. lavere, mens de offentlige udgifter er 1½ mia. kr. højere – primært afledt af den svagere konjunkturudvikling.

Det mere afdæmpede vækstforløb og lavere vækst i privatforbruget indebærer, at indtægterne fra moms og indirekte afgifter vurderes at blive henholdsvis ca. 2½ og 4¾ mia. kr. lavere i 2011 og 2012 sammenlignet med i august-skønnene. Indkomstskatterne er kun nedjusteret marginalt, hvilket blandt andet skal ses i sammenhæng med indarbejdelse af foreløbige oplysninger om et lidt højere niveau for provenuet i 2010, samt at virkningen af lavere vækst i indkomsterne delvist modgås af lavere rentefradrag afledt af lavere renteniveau.

De skønnede indtægter fra olie- og gasaktiviteterne i Nordsøen er nedjusteret med knap 1 mia. kr. i 2011 og ca. 2½ mia. kr. i 2012 primært afledt af lavere oliepriser målt i danske kroner end forudsat i august. Indtægterne fra selskabsskatter i øvrigt (dvs. ekskl. Nordsø-relaterede selskabsskatter) er stort set uændrede i forhold til august.

Tabel 3.1

Ændringer i skøn for den offentlige saldo siden augustvurdering

	2011	2012
Mia. kr.		
Moms og afgifter	-2,4	-4,6
Indkomstskatter og arbejdsmarkedsbidrag	0,1	-0,1
Selskabsskat ¹⁾	0,0	-0,3
Nordsø-indtægter ²⁾	-0,9	-2,5
Pensionsafkastskat	5,0	-1,1
Dagpenge og kontanthjælp mv.	-0,3	-1,1
Statslige tab i Max Bank	-0,3	-0,8
Nettorenteudgifter	0,0	0,1
Offentlig saldo	1,1	-10,5

1) Ekskl. kulbrinteskate og selskabsskat af kulbrintevirksomhed.

2) De samlede Nordsø-indtægter udgøres af kulbrinteskate, selskabsskat af kulbrintevirksomhed, olierørledningsafgift og overskudsdeling.

Anm.: Negative tal angiver saldoforværringer i form af øgede udgifter eller reducerede indtægter, mens positive tal svarer til saldoforbedringer som følge af lavere udgifter eller højere indtægter.

Med hensyn til pensionsafkastskatten skønnes der p.t. et provenu på knap 10 mia. kr. i 2011. Det er ca. 5 mia. kr. mere end i august. Det højere provenu i 2011 skyldes primært mærkbart større afkast af obligationer og afledte aktiver – de såkaldte derivater – som pensionskasserne blandt andet bruger til risikoafdækning. Det hø-

jere afkast fra obligationer mv. skal ses i lyset af, at der nu ventes et større fald i renten i løbet af 2011 end forudsat i august.

I 2012 skønnes et provenu fra pensionsafkastskatten på ca. 3½ mia. kr., hvilket er godt 1 mia. kr. mindre end i august. Det skyldes først og fremmest et lavere skønnet afkast af obligationer og derivater i lyset af den forudsatte renteutvikling.⁵ I *boks 3.1* er der redegjort for den metode, som bruges i forbindelse skøn for provenuet fra pensionsafkastskatten.

Boks 3.1

Beregning af skøn for provenuet fra pensionsafkastskatten

Beregningen af skønnet for provenuet fra pensionsafkastskatten i indeværende år tager udgangspunkt i pensionsformuen ultimo 2010. I provenuskønnet for 2011 tages der herudover udgangspunkt i den kendte udvikling i aktiekurserne i løbet af 2011 (år-til-dato), hvorefter der forudsættes et normal-afkast for den resterende del af året. Afkastet i et "normalt" år forudsættes at være 7 pct. for aktier og 5 pct. for obligationer, hvilket er baseret på historiske afkastrater. Hvad angår udviklingen i obligationskurserne, er det dog den skønnede renteutvikling i den resterende del af året, der sammen med kursudviklingen år-til-dato lægges til grund for afkastet på obligationer i 2011. På baggrund heraf beregnes en skønnet værdi af pensionssekskabernes aktiver ultimo 2011 og dermed bruttoafkastet for 2011. I 2012 og efterfølgende år forudsættes, at aktiernes bruttoafkast er som i et normalt år, mens den skønnede renteutvikling påvirker obligationsafkastet. Selve provenu-skønnet for pensionsafkastskatten i et givet år beregnes dernæst ved at gange det skønnede bruttoafkast (korrigeret for afkastet på visse særlige obligationer, der er fritaget for pensionsafkastbeskatning) med den aktuelle skattesats, som er på 15 pct. Endelig korrigeres der for fremført negativ skat vedr. tidligere år.

De konjunkturfølsomme udgifter til dagpenge og kontanthjælp mv. er opjusteret med hhv. ca. ¼ og 1 mia. kr. i 2011 og 2012 afledt af et højere ledighedsskøn. Derudover skønnes de statslige tab på kapitalindskud i og statsgaranterede lån til Max Bank foreløbigt til hhv. ca. ¼ og ¾ mia. kr. i 2011 og 2012.

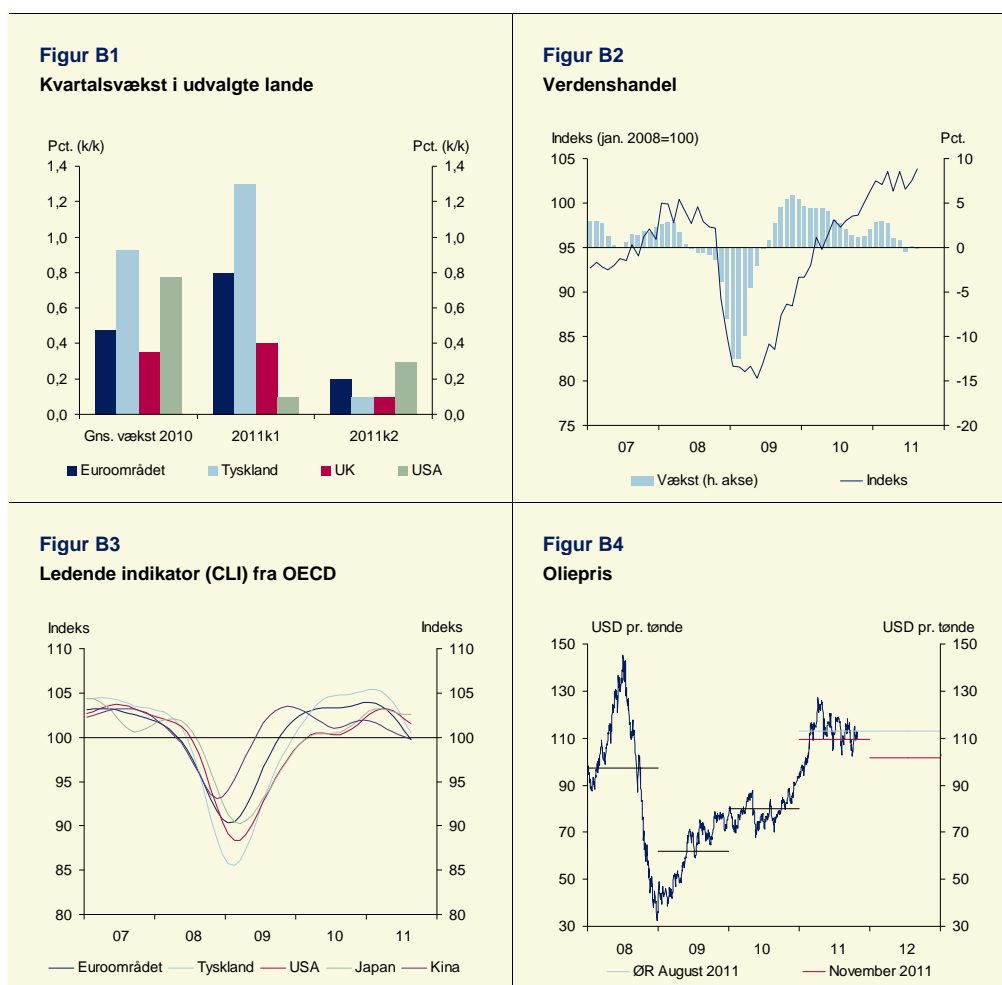
Opdateringen af de offentlige finanser i denne status er af forholdsvis overordnet karakter. En mere detaljeret og samlet vurdering af de offentlige finanser vil foreligge i tilknytning til den kommende konjunkturvurdering.

⁵ Det forudsatte renteniveau er lavere i både 2011 og 2012 end i augustvurderingen, men forudsætningen om fremskridt i retning af en afklaring af gældskrisen i bl.a. de sydeuropæiske lande inden for den kommende tid indebærer, at de længerefristede danske renter kan stige lidt mere fra de nuværende ekstraordinært lave niveauer og igennem 2012 end forudsat i august. Det er således antaget, at renterne kan stige lidt mere end det, som i øjeblikket er indpriset på forward-markederne, idet de aktuelle markedspriser bl.a. også afspejler muligheden for et mere negativt scenarie med større søgning mod "sikre havne" end i hovedscenariet i denne status.

Bilag 1. Nærmere om de opdaterede konjunkturskøn

Forudsætninger om den internationale økonomi

Udsigterne for den internationale økonomi tegner mere dystre end for to måneder siden. Væksten i verdensøkonomien aftog i 2. kvartal 2011 efter relativt høj vækst i starten af året og for 2010 under ét, og de nyeste oplysninger peger på, at fremgangen i verdenshandlen er bremset, jf. figur B1 og B2. Samtidig peger erhvervs- og forbrugertilliden i retning af en yderligere afdæmpning af fremgangen i den internationale økonomi.



Kilde: Reuters EcoWin, Eurostat, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), OECD og egne beregninger.

Genopretningen efter finanskrisen er blevet presset af uroen på de finansielle markeder, der især er knyttet til gældsproblemerne i visse lande i euroområdet samt øget usikkerhed om den underliggende styrke af genopretningen i USA.

Samtidig skal vækstafdæmpningen også tilskrives midlertidige faktorer, herunder især virkningerne fra natur- og atomkatastrofen i det østlige Japan i marts, samt negative virkninger på de reale disponible indkomster fra råvareprisstigningerne i

sidste halvdel af 2010 og i starten af 2011. Virkningerne fra de midlertidige vækstdæmpende forhold forventes at høre op i 2. halvår 2011. Det skyldes, at råvarepriserne har været vigende det seneste halve år, og at forsyningslinjerne efter naturkatastrofen i Japan relativt hurtigt er blevet genetableret.

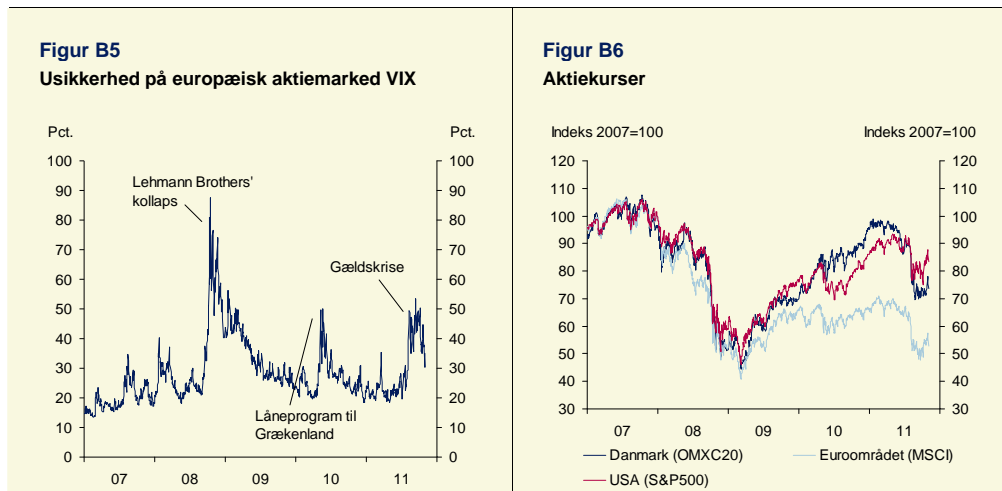
Væksten i verdensøkonomien forventes at forblive lav i de kommende kvartaler. Det understøttes blandt andet af OECD's sammenvejede ledende indikator (CLI), *jf. figur B3*. Indikatoren, som foreligger frem til august, er konstrueret på baggrund af en række ledende indikatorer i de enkelte lande med henblik på at give tidlige signaler om vendepunkter i den økonomiske aktivitet.

Udsigterne for den internationale økonomi er forbundet med usædvanlig stor usikkerhed. Det skyldes som nævnt især uroen på baggrund af statsgældskrisen i en række udsatte lande i euroområdet, herunder navnlig Grækenland, hvor de kommende uger og måneder vil vise virkningerne af de EU-aftaler, der blev indgået i slutningen af oktober. Endvidere dæmpes aktivitetsniveauet også af et udbredt behov for konsolidering i både den private og offentlige sektor i mange lande, samt af svage arbejds- og boligmarkeder i mange store industrilande. På den baggrund forventes den sammenvejede importvækst på de danske eksportmarkeder at falde fra godt 6¼ pct. i 2011 til 4½ pct. i 2012 (for industrivarer). I 2012 er eksportmarkedsvæksten nedjusteret med 1¼ pct.-point i forhold til det forudsatte i august.

Skønnet for olieprisen i 2011-12 er ligeledes blevet nedjusteret, *jf. figur B4*. Olieprisen har generelt været vigende siden april om end med betydelige udsving. Faldet i olieprisen skal ses i lyset af den skærpede uro på finansmarkederne samt udsigter til lavere vækst i verdensøkonomien og dermed lavere efterspørgsel efter råolie.

Finansielle forhold

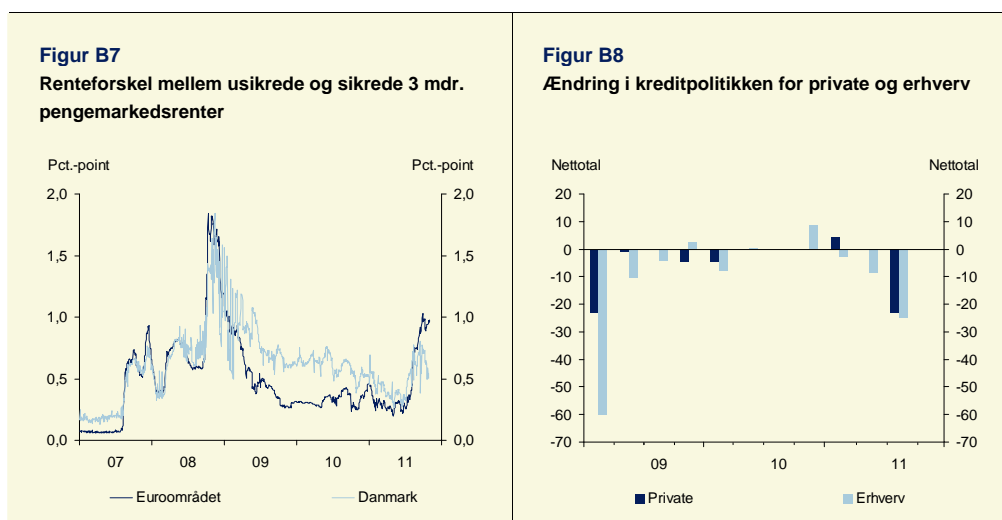
De seneste måneders uro på de finansielle markeder blev blandt andet udløst af en øget usikkerhed om Grækenlands og andre sydeuropæiske landes evne til at betale deres statsgæld tilbage. Svage nøgletal for den amerikanske økonomi bidrog ligeledes til større usikkerhed. Aktiekurserne er faldet mærkbart på verdensplan siden sommer. Kursfaldene afspejler blandt andet lavere forventninger til virksomhedernes indtjening fremover. I efteråret 2011 har usikkerheden på aktiemarkederne været på det højeste niveau siden Lehman Brothers' kollaps i 2008, *jf. figur B5*.



Kilde: Reuters Ecowin.

Uroen på de finansielle markeder har også vist sig i form af stigende risikopræmier og en tilbageholdenhed blandt bankerne med at låne penge til andre banker.

I forhold til de finansielle markeder har Danmark imidlertid et relativt gunstigt udgangspunkt sammenlignet med mange andre lande. Valutareserven er stor, og rentespændet på statsobligationer i forhold til Tyskland er beskedent. Der er således som udgangspunkt tillid til dansk økonomi, og dansk statsgæld har AAA-rating.



Anm.: Udlånsundersøgelsen i figur B8 er baseret på svar fra de største penge- og realkreditinstitutter på spørgsmål om ændringer i deres kreditpolitik.

Kilde: Reuters Ecowin og Nationalbanken.

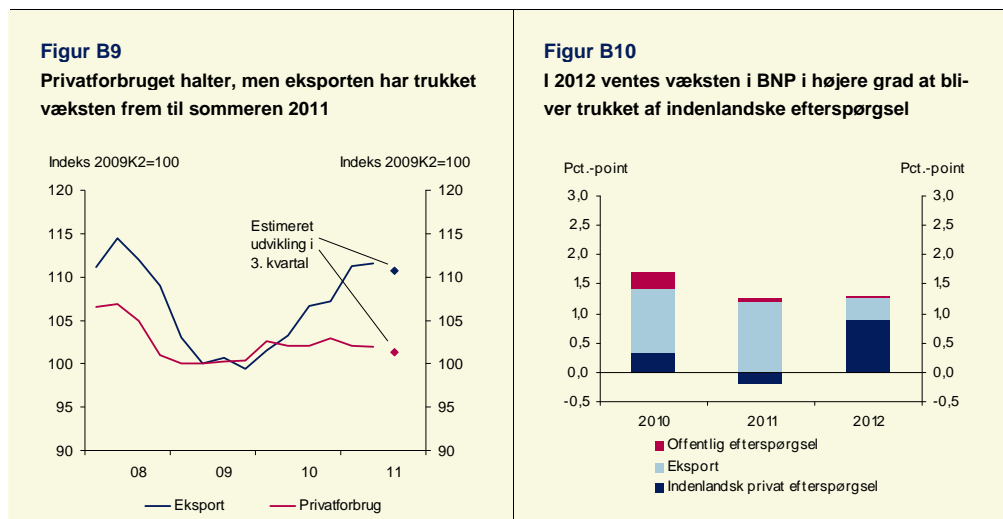
Ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse for 3. kvartal 2011 er der endvidere sket en stramning i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik i Danmark for både privatpersoner og erhverv, jf. figur B8. Stramningen kommer efter en stort set uændret kreditpolitik siden de kraftige stramninger i slutningen af 2009. Den

strammere kreditpolitik skyldes, at pengeinstitutterne og især realkreditinstitutterne har skærpet deres vurdering af risikoen ved udlån, mindsket deres risikovillighed og har haft højere finansieringsomkostninger. Samtidig oplever specielt pengeinstitutterne stigende nedskrivninger og tab. Stigningen i usikkerheden udgør en negativ risiko i forhold til konjunkturudviklingen. Det generelt lave renteniveau bliver således også i nogen grad aktuelt modvirket af højere risikopræmier.

Udviklingen i den indenlandske økonomi

Hidtil har opsvinget i dansk økonomi i høj grad været trukket af fremgang i eksporten, mens udviklingen i den private indenlandske efterspørgsel har været skuffende.

Det gælder navnlig det private forbrug, som har ligget stort set fladt siden starten af 2010, jf. figur B9. De seneste nationalregnskabstal peger ydermere på svagt aftagende privatforbrug i første halvår 2011, og de foreløbige indikatorer peger på fortsat aftagende forbrug i 3. kvartal 2011. Den svage udvikling i privatforbruget skal blandt andet ses i lyset af en stigning i husholdningernes opsparing efter det betydelige formuefald under finanskrisen – forårsaget af nedgangen på aktie- og boligmarkedet. Den seneste tids uro på de finansielle markeder og den større usikkerhed om genopretningen af den internationale økonomi har formentlig også bidraget til øget tilbageholdenhed blandt de danske forbrugere.



Anm.: Udviklingen i 3. kvartal er estimeret ud fra de foreliggende indikatorer for 3. kvartal og er behæftet med betydelig usikkerhed.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Sammenlignet med augustprognosen er den skønnede vækst i privatforbruget nedjusteret både i 2011 og 2012. Det private forbrug ventes nu at falde med 0,6 pct. på årsbasis i 2011, mens der skønnes en stigning på 1,5 pct. i 2012. Dermed er årsvæksten nedjusteret med knap 1 pct.-point i begge år.

I både maj- og augustvurderingen var det ventet, at den indenlandske private efterspørgsel gradvist ville tage over som den primære kilde til vækst. De seneste

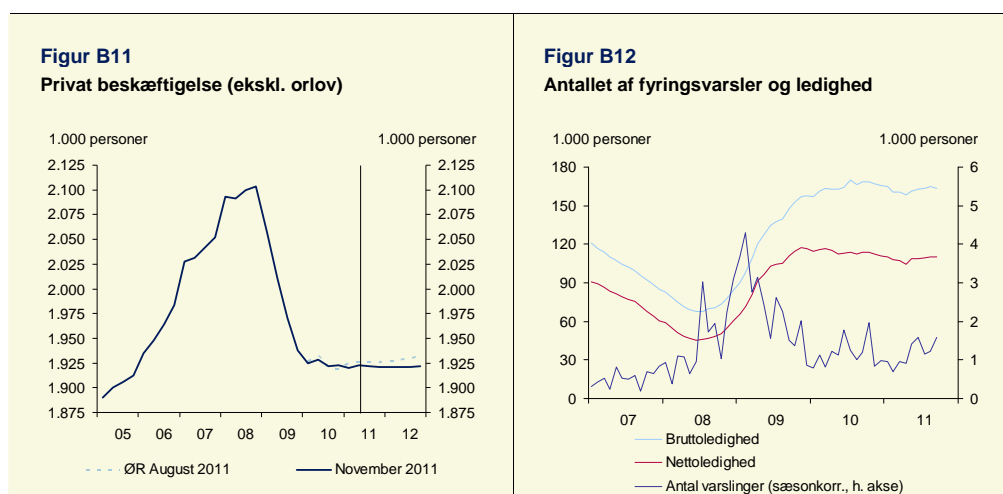
kvartalens aftagende udvikling i privatforbruget og en skuffende udvikling i de private investeringer under ét har imidlertid udskudt overgangen til et mere selv bærende indenlandsk opsving til ind i 2012, *jf. figur B10*.

Eksporerten har udviklet sig ganske pænt i de første to kvartaler af 2011 og har som nævnt været den primære kilde til fremgang i produktionen. De forringede internationale konjunkturudsigter ventes imidlertid gradvist at slå igennem på eksporten, hvorfor den skønnede vækst i eksporten falder 5³/₄ pct. i 2011 til 2³/₄ pct. i 2012. Dermed vil vækstbidraget til BNP fra eksporten være markant lavere i 2012 sammenlignet med de to foregående år. Det betyder også, at et eventuelt svagere forløb for privat forbrug og investeringer end lagt til grund i denne vurdering kan indebære en væsentlig lavere BNP-vækst i 2012.

For den offentlige efterspørgsel er det på baggrund af de foreliggende oplysninger forudsat, at det offentlige forbrug og de offentlige investeringer i 2011 og 2012 ligger på linje med augustvurderingen.

Udviklingen på arbejdsmarkedet

Den private beskæftigelse har efter det kraftige fald i forbindelse med finanskrisen ligget relativt stabilt på omtrent samme niveau som i 2005-06, *jf. figur B11*.



Anm.: Skønstregen angiver skøn for novembervurderingen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Siden augustvurderingen er der offentliggjort nationalregnskabstal for 2. kvartal, som med en stigning i den private beskæftigelse (ekskl. orlov) på 3.000 personer viser en mere afdæmpet udvikling end forudsat. Hertil kommer, at ledigheden i juli til september under ét er steget lidt mere end ventet ved udarbejdelsen af augustvurderingen. Antallet af fyringsvarsler indikerer mulighed for yderligere stigninger i ledigheden i de kommende måneder, *jf. figur B12*.

De mere afdæmpede udsigter for fremgangen i aktiviteten vurderes at indebære et vist fald i den private beskæftigelse i andet halvår 2011. Produktionsvæksten i

2012 ventes at trække en gradvis svag fremgang i den sidste del af året, men samlet er den private beskæftigelse nedjusteret med ca. 8.000 personer for 2012 som helhed sammenlignet med vurderingen i august.

Bruttoledigheden (nettoledige inkl. aktiverede jobklare personer) er steget svagt siden april til 163.000 personer i september efter en generel aftagende tendens siden sommeren sidste år, hvor den toppede med knap 170.000 personer. På baggrund af en forudsætning om aftagende beskæftigelse i resten af 2011 ventes (brutto)ledigheden fortsat at stige svagt gennem resten af året og toppe omkring sommeren 2012 på niveau med toppunktet i sommeren 2010. Derved ventes en bruttoledighed på 164.000 personer på årsbasis i 2011 og 167.000 personer i 2012. Det er en opjustering på 2.000 personer i 2011 og 6.000 personer i 2012 i forhold til augustvurderingen. På trods af opjusteringerne er ledigheden aktuelt forholdsvis lav i et mere langsigtet historisk perspektiv.